

# Insper

**Insper Instituto de Ensino e Pesquisa**

**LL.M. Direito Societário**

**Claudia Orrico Guimarães**

**INVESTIDOR-ANJO: REFLEXÕES E NOVAS PROPOSIÇÕES  
SOBRE AS FONTES DE FINANCIAMENTO EM STARTUPS.**

**São Paulo**

**2018**

Claudia Orrico Guimarães

**Investidor-Anjo: Reflexões e novas proposições sobre as fontes de financiamento de startups.**

Artigo apresentado ao curso LLM Direito Societário, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Pós Graduação Lato Sensu.

Orientadora: Profa. Ana Cristina Von Gusseck Kleindiest Buzatto

Guimarães, Claudia Orrico.

Investidor-Anjo: Reflexões e novas proposições sobre as fontes de financiamento de startups. / Claudia Orrico Guimarães. – São Paulo, 2018.

n.f.

Trabalho de Conclusão de Curso (LL.M Direito Societário) – Insper, 2018.

Orientadora: Ana Cristina Von Gusseck Kleindiest.

1. Investidor-Anjo. 2. Startups. 3. Lei Complementar 155/2016. I. Claudia Orrico Guimarães. II. Investidor-Anjo: Reflexões e novas proposições sobre as fontes de financiamento de startups.

# FOLHA DE APROVAÇÃO

Claudia Orrico Guimarães

Investidor-Anjo: Reflexões e novas proposições sobre as fontes de financiamento de startups

Artigo apresentado ao Programa de LLM em Direito Societário Insper, como requisito parcial para obtenção do título de pós graduado em Direito. Área de concentração: Direito Societário

## Examinadora

Professora Ana Cristina Von Gusseck

Kleindiest Buzatto

Instituição: Insper

Assinatura: \_\_\_\_\_

Agradeço imensamente toda a disponibilidade e atenção do Insper, em especial, dos Prof. Dr. André Antunes Soares de Camargo e Profa. Ana Cristina Von Gusseck Kleindiest, os quais não mediram esforços para me auxiliar no processo de elaboração deste trabalho e finalização do LL.M em Direito Societário nesta instituição.

## Resumo

GUIMARAES, Claudia Orrico. Título da monografia: Investidor-Anjo: Reflexões e novas proposições sobre as fontes de financiamento de startups. São Paulo, 2018. 49p. LLM Direito Societário. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Seguindo uma tendência mundial, no Brasil, o empreendedorismo está em voga, em especial, pela crescente criação de *startups*. Conforme será visto no decorrer do presente trabalho, para o desenvolvimento desses empreendimentos de algo grau de risco, no entanto, é necessário que o empreendedor recorra a recursos de terceiros para financiar o estágio inicial do seu negócio, sendo o investidor-anjo uma das figuras que podem cumprir este papel.

Verificando a atualidade da matéria, sua necessidade de regulação e promoção de um melhor ambiente de negócios de modo a viabilizar este tipo de investimento, o legislador pátrio editou a Lei Complementar n. 155/2016, com escopo, dentre outros, de conceituar e conferir um tratamento jurídico a esta figura do investidor-anjo.

Decorridos 2 anos da publicação dessa Lei, no entanto, existem ainda diversos pontos a serem esclarecidos acerca da matéria, de modo que o objetivo do presente trabalho é responder às seguintes perguntas: (i) As disposições trazidas pela LC 155/2016 consistem, de fato, em inovações e novas resoluções trazidas ao direito brasileiro com fito de regulamentar a figura do investidor-anjo? (ii) Independente da resposta à pergunta anterior ser positiva ou negativa, trata-se de solução jurídica eficaz, refletindo uma boa prática voltada ao fomento da figura do investidor-anjo no país? (iii) Em paralelo à recém-criada figura do investidor-anjo, existiria(m) outra(s) amarra(s) societária(s) já existente(s) na legislação em vigor e com potencial de equacionar os interesses dos sujeitos envolvidos na questão do investimento em *startups* (em especial, as sociedades em conta de participação)?

A discussão desse tema mostra-se eminentemente atual, dada que as alterações legislativas ora mencionadas ocorreram por meio da LC 155/2016 há menos de dois anos. Além disso, essa discussão se insere no novo “Direito das Startups”, tema que ainda carece de produções acadêmicas no Brasil.

O presente trabalho, portanto, consiste em um artigo sobre o tema sugerido à pesquisa, por meio do qual serão analisadas fontes doutrinárias e jurisprudência administrativa e judicial eventualmente pertinentes. Não serão analisados casos concretos em caráter exemplificativo.

Palavras-chave: 1. Investidor-Anjo. 2. Startups. 3. Lei Complementar 155/2016.

## Abstract

GUIMARAES, Claudia Orrico. Angel-Investor: Reflections and new propositions about how sources of financing startups. São Paulo, 2018. 51 f. Article (Master of Laws) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2018.

Following a worldwide trend in Brazil, entrepreneurship is in vogue, in particular, for the growing creation of startups. As will be seen in the course of this work, for the development of these risk ventures, however, it is necessary for the entrepreneur to resort to resources from third parties to finance the initial stage of his business, being the angel-investor one of the figures who can fulfill this role.

Verifying the relevance of the matter, its need for regulation and promotion of a better business environment in order to make this type of investment viable, the country legislature has edited Complementary Law n. 155/2016, with the scope, among others, of conceptualizing and conferring legal treatment on this figure of the angel-investor.

After two years of publication of this Law, whereas there are still several points to be clarified about the subject. Therefore, the purpose of this paper is to answer the following questions: (i) The provisions brought by LC 155/2016 really consist, in innovations and new resolutions brought to Brazilian law in order to regulate the figure of the angel-investor?; (ii) Regardless of whether the answer to the previous question, is it an effective legal solution, reflecting a good practice aimed at fostering the figure of the angel-investor in the country?; (iii) In parallel with the newly created figure of the angel investor, there would be other corporate ties already existing in the legislation in force and with potential to equate the interests of the subjects involved in the issue of investment in startups (in particular, Brazilian called “SCP - sociedade em conta de participação”)?

The discussion of this topic is eminently current, given that the legislative changes mentioned above occurred through Complementary Law n. 155/2016 less than two years ago. In addition, this discussion is part of the new "Startups Law", a subject that still lacks academic productions in Brazil.

The present work, therefore, consists of an article on the theme suggested to the research, through which sources, relevant administrative and judicial



jurisprudence will be analyzed. In turn, regarding the methodological cut of the research, it should be noted that there will be no analysis of concrete cases to unfold the discussions proposed here.

Keywords: 1. Angel-Investor. 2. Startups. 3. Complementary Law n. 155/2016

# Sumário

<b>1</b>	<b>Objeto de Estudo</b>	
1.1	Introdução.....	9
1.2	Premissas.....	12
<b>2</b>	<b>Análise dos institutos relacionados ao tema.....</b>	<b>13</b>
2.1	Delimitação dos sujeitos destinatários do estudo – Startups.....	13
2.2	Das necessidades especiais de financiamento pelas startups – Investidor-anjo.....	17
2.3	Formas de realização de investimentos em startups no Brasil.....	20
2.4	O Contrato de Participação previsto na Lei Complementar 155.2016.....	27
2.5	Desdobramentos possíveis após o entendimento das características do Contrato de Participação – Conclusões Parciais.....	37
2.6	A Sociedade em Conta de Participação como instrumento a ser utilizado pelo investidor-anjo.....	39
<b>3</b>	<b>Conclusão.....</b>	<b>43</b>
<b>4</b>	<b>Bibliografia.....</b>	<b>46</b>

# 1 Objeto de Estudo

## 1.1 Introdução ao Tema

Seguindo uma tendência mundial, o Brasil vem passando por constantes e profundas alterações no seu ambiente de trabalho e na forma como as pessoas enxergam a sua carreira profissional. Enquanto aqueles nascidos até meados da década de 80 tinham o firme objetivo de desenvolver suas carreiras em grandes corporações ou em um emprego estável, percebe-se que a mentalidade daqueles integrantes da geração Y, Z e *Millenials* (isto é, todos aqueles nascidos após meados da década de 80), possuem um firme interesse em encontrar um sentido para sua atuação profissional. Trabalho, portanto, passou a ser um conceito estritamente relacionado com a ideia de propósito, de encontrar algo na atuação profissional do indivíduo que o conecte com a coletividade e lhe faça ter a convicção que sua jornada está permeada de sentido.

Nesse cenário, o Brasil passou a verificar uma quantidade crescente de jovens profissionais que possuem interesse em desenvolver seus próprios negócios, criar e implementar seus próprios projetos de vida e contribuir para o ambiente de negócios por meio de atividades empresariais disruptivas, arraigadas pela ideia de inovação.

Os criadores de tais projetos, no entanto, muitas vezes não possuem o capital necessário para investir na sua ideia inovadora, no montante necessário para que o negócio possa efetivamente ser desenvolvido e torne-se viável. Nesse contexto, surge a figura do investidor-anjo, consistente em uma pessoa física ou jurídica que faz investimentos com seu próprio capital em pessoas jurídicas nascentes e com um alto potencial de crescimento, como as *startups*.

Verificando a atualidade da matéria, sua necessidade de regulação e promoção de um melhor ambiente de negócios de modo a viabilizar este tipo de investimento, o legislador pátrio editou a Lei Complementar n. 155/2016, com escopo, dentre outros, de conceituar e conferir um tratamento jurídico a esta figura. Essa Lei Complementar, vale ressaltar, inseriu dispositivos na Lei Complementar n. 123/2003, a qual versa sobre o tratamento tributário simplificado conferido às

Microempresas (ME) e Empresas de Pequeno Porte (EPP), conforme será melhor explicitado adiante.

Decorridos 2 (dois) anos da publicação dessa Lei, no entanto, existem ainda diversos pontos a serem esclarecidos acerca da matéria, os quais estão destacados a seguir e, desde já, restam antecipados como temas centrais de estudo no trabalho ora descrito:

- (i) As disposições trazidas pela LC 155/2016 consistem, de fato, em inovações e novas resoluções trazidas ao direito brasileiro com fito de regulamentar a figura do investidor-anjo?
- (ii) Independente da resposta à pergunta anterior ser positiva ou negativa, trata-se de solução jurídica eficaz, refletindo uma boa prática voltada ao fomento da figura do investidor-anjo no país?
- (iii) Em paralelo à recém-criada figura do investidor-anjo, existiria(m) outra(s) amarra(s) societária(s) ou contratuais já existentes na legislação em vigor e com potencial de equacionar os interesses dos sujeitos envolvidos na questão do investimento em *startups* (em especial, as sociedades em conta de participação)?

Esta discussão mostra-se eminentemente atual, dada que as alterações promovidas na LC 123/2003 ocorreram por meio da LC 155/2016 há menos de dois anos. Além disso, a discussão quanto à forma de aporte de recursos em sociedades em estágio inicial de desenvolvimento e elevado potencial de crescimento ainda não foi finalizada, de modo que juristas e o próprio mercado, destinatários das normas, estão testando modelos que venham a melhor equacionar os interesses dos sócios fundadores e investidores, assim como equalizar questões de caráter eminentemente societário (como os poderes atribuídos aos administradores da sociedade investida, equilíbrio entre os direitos políticos e direito ao recebimento dos dividendos).

Ademais, o tratamento tributário sobre a matéria ocorreu por meio da edição da Instrução Normativa n. 1719, datada de 19 de julho de 2017. Desse modo, questões relacionadas com efeitos e aplicabilidade dos institutos tratados nesses instrumentos legais estão absolutamente em voga no cenário jurídico brasileiro.

Inclusive, questões que transbordam a discussão societária, são afeitos à problemática, tais como a eficiência tributária (melhor estrutura para aporte dos recursos e que gere menor impacto tributário, obviamente respeitando os limites do

planejamento tributário, apesar deste conceito ser matéria ainda nebulosa aos próprios tributaristas), as quais valeriam um estudo específico.

Some-se a isso o fato de que há um movimento mundial, o qual vem se tornando cada vez mais aquecido no Brasil, quanto à consolidação da figura das *startups* como uma das grandes fontes de desenvolvimento sustentável das nações. Esse debate, por sua vez, além de passar por esta questão econômica, emerge como um tema jurídico de extrema relevância, dada a necessidade, como já afirmado acima, de verificar se a figura dos investidores-anjo é um instituto jurídico novo e relevante para o Direito Brasileiro.

Além da atualidade sob a ótica econômica e de mercado, percebe-se que a discussão jurídica do tema ainda não foi totalmente esgotada, na medida em que rotineiramente são verificadas críticas acerca do texto legal, assim como constantes dúvidas de clientes sobre esta matéria. Nesse sentido, inclusive, a doutrina já se posiciona quanto ao surgimento de um ramo específico do direito:

Assim como existem disciplinas do Direito para os segmentos de infraestrutura, energia, dentre outros, nota-se o surgimento de um "Direito das Startups". Logicamente, não se trata de um novo ramo do Direito, como é o Direito Civil, Penal, Comercial etc. No entanto, trata-se do surgimento de uma série de normas e elementos jurídicos ajustados para uma nova dinâmica de mercado promovida pelas startups<sup>1</sup>.

Este assunto, ademais, servirão de substrato para aprimoramento do entendimento acerca dos aspectos jurídicos do investidor-anjo no Brasil e contribuirão para a evolução do estudo acerca dessa figura relativamente recente no contexto jurídico brasileiro.

Nesse contexto, o presente trabalho se propõe à análise da Lei Complementar n. 155/2016, bem como efetuar o estudo de conceitos estritamente societários, tais como, natureza jurídica do aporte de capital, do contrato de participação, limites da responsabilidade e extensão dos direitos do investidor-anjo, conforme mencionado no novo art. 61-A da Lei Complementar 123/2003. Haverá também, conforme será melhor detalhado adiante, a possibilidade de estudar outros institutos do direito societário brasileiro, tais como as sociedades em conta de participação, com o objetivo de verificar se este modelo já existente no Brasil teria o

---

<sup>1</sup> NYBO, Erik. As startups e a ascensão de uma nova matéria no Direito <http://consultor-juridico.vlex.com.br/vid/as-startups-ascensao-uma-677157737>. Acesso em 27/03/2018, às 21:29hs.

condão de equalizar os diversos interesses envolvidos no processo de capitalização de uma *startup*.

Ademais, o presente trabalho se propõe a contribuir com a consolidação dos estudos relativos à figura do investimento-anjo no Brasil. Isto porque, pela pesquisa bibliográfica realizada, percebe-se a existência de breves artigos escritos sobre o assunto e a discussão do tema em mesas redondas, fóruns e debates realizados por escritórios de advocacia interessados em aprofundar os estudos sobre esta problemática.

## 1.2 Premissas

Contextualizada a problemática proposta à discussão do presente trabalho, cumpre esclarecer, nesse momento, o recorte e as limitações impostas ao trabalho pretendido.

Inicialmente, é importante indicar que a proposta do presente trabalho é a apresentação de um artigo sobre o tema sugerido à pesquisa. Diante dessa limitação, em especial, quanto à extensão do projeto, importa observar que o tema é apresentado de uma forma um pouco diferenciada em relação aos trabalhos jurídicos normalmente publicados pela doutrina especializada no Brasil.

Primeiramente, esse suposto novo enfoque ocorre pela estrutura em que o trabalho foi desenvolvido.

Fixadas com clareza, desde o início do trabalho, as questões e respostas encontradas, este trabalho contém um breve contexto acerca da figura da inovação e movimento do mercado no sentido de criação de *startups*. A partir daí, foi feita uma ligação entre esse contexto econômico e social, com as alterações legislativas e tentativas históricas de viabilizar a realização de investimento nessas empresas por meio de criação de regulação da matéria pelo Direito.

Uma vez superado esse apanhado histórico (apesar de ser um histórico recente e contemporâneo, não deixa de ter um viés retrospectivo), houve a indicação de quais institutos jurídicos foram analisados com vistas a verificar a questão do investimento em *startups* no país. O objetivo aqui é responder as questões (i) e (ii) mencionadas no item 1 deste artigo, isto é, se as disposições trazidas pela LC 155/2016 consistem, de fato, em inovações e novas resoluções

trazidas ao direito brasileiro com fito de regulamentar a figura do investidor-anjo se, em paralelo à recém-criada figura do vigor e com potencial de equacionar os interesses dos sujeitos envolvidos na questão do investimento em startups (em especial, as sociedades em conta de participação e as modalidades de ajustes societários que podem ser contempladas em cláusulas de acordo de acionistas).

Por tudo quanto exposto até então, o presente trabalho tem o papel de consolidar alguns conceitos afeitos à sua temática e, mais importante, ter uma função prospectiva, no sentido de identificar eventuais inconsistências e, ao final, propor possíveis soluções e encaminhamentos para o tratamento jurídico da matéria. Espera-se, desse modo, que o trabalho seja útil para os criadores do Direito (legislativo e doutrina), seja para os operadores do Direito (advogados e consultores) e destinatários da norma (empresários interessados em investir ou receber investimentos externos para viabilizar seus negócios e maximizar seus resultados).

Ainda, é necessário enfatizar que o estudo proposto não se dispõe a abordar todas as interfaces possíveis do problema de pesquisa apresentado, tais como aquelas atinentes às ciências financeira, sociais, econômica, política, sociológica e outras. Todavia, trabalhos e pesquisas que abordem, ainda que lateralmente, o problema de pesquisa apresentado e sob enfoque dessas outras ciências, são utilizados de forma complementar ao desenvolvimento do escopo de pesquisa proposto, cujo objetivo, como já mencionado, cinge-se à investigação jurídica restrita à figura do investidor-anjo no Brasil.

No mesmo sentido, o artigo a ser desenvolvido não se aprofunda em conceitos teóricos basilares típicos do Direito Empresarial, cujo conhecimento é considerado pressuposto, e os quais serão apresentados apenas na medida do necessário à compreensão do trabalho ou fixação da dimensão conceitual pretendida pelo texto a ser apresentado.

### **3 Análise do tema**

#### **3.1 Delimitação dos sujeitos dos destinatários do estudo - Startups**

O objetivo do presente capítulo é discorrer acerca dos fundamentos do objeto estudado. Com isso, serão abordados todos os temas considerados relevantes para a construção das conclusões ora apresentadas, de modo que será percorrido todo o caminho necessário para a adequada fundamentação e entendimento do tema posto a aprofundamento.

Por conta disso, nada mais adequado do que, antes de aprofundar os questões estritamente trazidas pela Lei Complementar 155/2016, delinear qual o tipo de empreendimento que esta Lei Complementar busca contemplar ao trazer as disposições dos artigos 61-A e seguintes.

A partir da década de 1990, em especial com o advento da internet e todo o desenvolvimento decorrente da utilização de novas tecnologias em diversas áreas do conhecimento humano, foi possível identificar ao redor do mundo o surgimento de um fenômeno econômico peculiar no processo de surgimento e desenvolvimento de empreendimentos. Utilizando como ponto de partida o desenvolvimento de projetos voltados para atender as novas demandas e oportunidades geradas pela ampla utilização da tecnologia, foi possível perceber o surgimento de um novo mercado e, por consequência, novos *players*, dentre eles, empresas as *startups*.

No Brasil, ainda são incipientes os estudos acerca das *startups*, em especial dos seus aspectos jurídicos. No entanto, observando o contexto em que tais empresas surgiram, é possível verificar que tais empresas possuem como principal componente a inovação, seja no produto ou serviço ofertado, seja na forma como que tais produtos ou serviços são disponibilizados aos seus consumidores. Trata-se portanto, de uma empresa inovadora em sua essência. Associado a isto, e considerando o seu estágio inicial de desenvolvimento, esta empresa passa a ser considerada uma *startup*.

Esse entendimento é compartilhado de modo uníssono pelos autores que já desenvolveram trabalhos sobre a matéria, dentre os quais é válido transcrever as lições de Eric Reis, citado por Eric Nybo:

Mas o que pode ser considerada uma startup? Apesar de haver uma série de tentativas no sentido de conceituar essas empresas – fala-se em tipo de empresa ou até mesmo em estágio de desenvolvimento de uma -, as lições de Eric Ries (2012) são muito objetivas e completas: ‘uma startup é uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza. Ries, portanto,



considera a inovação como o cerne da existência desse tipo de empresa, seja ela qual for.<sup>2</sup>

Estes autores concluem indicando topicamente quais seriam as principais características de uma *startup*, dentre as quais elencam como primeira característica ser uma empresa que se encontra em estágio inicial, sendo notadamente carente de processos internos e organização. Neste ponto, os autores indicam que tais empresas normalmente carecem de um modelo de negócios claro, sendo, no entanto, nitidamente movida pela ideia de forte inovação e, muitas vezes, ruptura do *status quo* prevalente em determinado mercado tecnológico antes da criação do produto e/ou serviço oferecido.

Em seguida, sendo indicada como segunda característica relevante e determinante de uma *startup*, seria seu forte perfil inovador, disruptivo, tendente a buscar e encontrar formas de romper a dinâmica ou práticas de um mercado, na forma de oferecimento de produtos ou serviços aos seus consumidores e, em situações extremas, na criação de novos mercados ainda não explorados por atividades tradicionais da economia.

Como terceira característica de uma *startup*, pode ser observado um significativo controle de gastos e custos, por meio de uma prática denominada *bootstrapping*. Segundo os autores indicados, diante da incerteza na captação de mercados e fixação de seus produtos e serviços, as empresas inovadoras em estágio inicial de desenvolvimento buscam primar pela otimização das competências e racionalização dos custos por meio do amplo aproveitamento do talento e habilidade de seus fundadores e primeiros colaboradores. Nesse ponto, a atuação profissional no âmbito de uma *startup* pode assumir âmbitos muito mais desafiadores do que em grandes corporações, haja vista que são demandadas a realização das mais diversas atividades (*marketing*, contabilidade, jurídico, comercial etc) pelo mesmo profissional, com o nítido intuito de reduzir os gastos com pessoal em um momento de grande incerteza acerca do futuro do empreendimento.

Na sequência, a quarta característica comum as *startups* seria a existência de um serviço ou produto operacionalizado por meio de um denominado produto mínimo viável. Segundo os autores, ainda seguindo a lógica da racionalização dos custos indicadas acima, os fundadores da *startup* buscam validar sua ideia inovadora por meio da criação de uma MVP (*Minimum Viable Product*), cujo objetivo

---

<sup>2</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; e FONSECA, Victor Cabral. Direito das Startups. – São Paulo: Saraiva Educação, 2018, Loc. 321 of 5111.

e verificar se ha uma mínima demanda capaz de tornar o desenvolvimento do empreendimento viável economicamente.

Como decorrência desse MVP, os autores elencam uma quinta característica, consistente na capacidade deste produto ou ideia ser escalável, isto é, ter capacidade de expandir para outros mercados e em diferentes níveis de capilaridade e distribuição. Com isso, o modelo de *startups* prima pela concepção de um produto ou serviço que possa ser replicável e utilizado por inúmeros clientes. A diferença aqui para a produção padrão de produtos e serviços está no fato de que o produto ou ideia escalável não precisa ser confeccionado em escala ou, em contraposição, de forma customizada. Tais produtos ou serviços são replicáveis e, considerando o ambiente tecnológico, isso não envolve a mobilização de massivos fatores de produção.

Como sexta característica, os autores indicam que as *startups*, necessariamente, necessitam de capital de terceiros para iniciar suas operações. Isto se justifica porque as *startups*, conforme já mencionado, buscam a disseminação de produtos ou serviços escaláveis, cuja velocidade de disseminação e capilaridade são relevantes para o sucesso do empreendimento. Desse modo, logo em estágios iniciais de seu desenvolvimento, uma *startup* requer o aporte imediato de recursos para que seja possível atingir o mercado e, logo em seguida, expandir sua atuação.

A velocidade de fixação dos produtos e serviços no mercado, desse modo, e relevantes, na medida em que, dadas as características inerentes as *startups*, não existem grandes barreiras de entradas de concorrentes no mercado em que elas normalmente atuam.

Por fim, como sétima e última característica inerente das *startups*, a tecnologia, é considerada pelos autores como um dos elementos intrínsecos do modelo de negócios das *startups*, na medida em que esta tecnologia pode ser um forte aliado na concepção de produtos ou serviços escaláveis.

Desse modo, os elementos trazidos de forma brilhante pelos citados autores são considerados suficientes para o correto delineamento do que seriam as empresas inovadoras e de capital produtivo mencionadas pela Lei Complementar n. 155/2016.

## 2.2 Das necessidades especiais de financiamento das startups – Investidor-anjo.

Diante dos características apresentadas em relação às *startups*, se extrai que as *startups* demandam formas específicas de captação de financiamento. Isto porque, à vista das suas peculiaridades, é possível verificar que estas empresas, sob a ótica do investidor, caracterizam-se como investimentos de alto risco, pois:

(i) dado o caráter inovador dos produtos ou serviços ofertados por estas empresas, ainda existem dúvidas quanto a real consolidação desses produtos ou serviços e do mercado em que a *startup* se propõe a atingir;

(ii) exatamente por estas características, a *startup* ainda não se encontra em um alto estágio de desenvolvimento das suas estruturas internas, seja de controle ou prospecção de mercado;

(iii) a ideia inovadora e fundante de uma *startup*, muito embora já tenha sido testada e transformada em um real produto ou serviço, ainda e extremamente dependente do talento e competência do(s) empreendedor(es) e do pequeno grupo de colaboradores relacionados;

(iv) por ser uma empresa em início de atividades e cujos produtos e serviços, muitas vezes, não possuem qualquer paralelo no mercado, todas as análises financeiras das *startups* são fundamentadas em meras projeções, sem robusto suporte fático capaz de fundamentar as expectativas de retorno do investimento;

(v) diante da consolidação de diversas atividades da empresa nos mesmos profissionais (fenômeno do *bootstrapping*), as *startups* não possuem um padrão na coleta e fornecimento de informações, com isso, há flagrante assimetria entre as informações acerca da *startup* e aquelas detidas pelo investidor no momento de financiamento deste empreendimento.

Por esta razão, o processo de financiamento de *startups*, muitas vezes, não obedece aos padrões tradicionais de obtenção de capitais, de modo que as *startups* demandam formas mais flexíveis de financiamento, tais quais o investidor-anjo, mencionado pela Lei Complementar 155/2016.

À vista disso, uma adequada caracterização do investidor-anjo foi trazida por autores estrangeiros, citados por Eric Nybo:

Freear, Sohl e Wetzel (1994) conceituam essa figura como o indivíduo possuidor de um high net worth (valor

liquido elevado), disposto a investir parte dos seus ativos em empreendimentos de alto risco que apresentam um grande potencial para retorno. Eles não investem somente seu próprio capital, mas também sua experiência, normalmente desempenhando papéis fundamentais na formação de uma empresa em estágio inicial de desenvolvimento (OCDE, 2006). Em resumo, a figura do investidor-anjo geralmente possui experiência anterior com a gestão de empresas e normalmente aparece após o empreendedor ter esgotado os recursos disponibilizados por sua família e seus amigos, mas antes de buscar investidores maiores (Prowse, 1998).<sup>3</sup>

Outra característica peculiar do investidor-anjo reside no fato de que, além do suporte financeiro ao empreendimento em estágio inicial, esta pessoa, geralmente, possui um papel adicional de orientador ou apoiador do negócio, evidenciando, portanto, sua afinidade com o empreendimento. Este tipo de investidor exerceria então um papel de mentoria perante a sociedade investida, seus fundadores e colaboradores, razão pela qual pode-se dizer que 'o termo 'anjo' é utilizado pelo fato de não ser um investidor exclusivamente financeiro que fornece o capital necessário para o negócio, mas por servir como um mentor ou apoiador do empreendedor, uma vez que aplica seus conhecimentos, experiência e rede de relacionamentos para orientá-lo e aumentar suas chances de sucesso.

Por essa e outras razões, tais quais, a possibilidade de estabelecimento de *networking*, tem-se que o investidor-anjo é imprescindível para o fomento do ambiente empreendedor. Sob essa ótica, houve um acerto do legislador em procurar explorar e disseminar a figura do investidor-anjo no país, procurando, por meio da edição da Lei Complementar, conferir proteção jurídica e regulamentação da sua figura, cuja consequência adicional almejada seria garantir uma maior segurança jurídica neste tipo de investimento. No entanto, muito embora louvável a iniciativa, já que evidencia que o Brasil está atento às mudanças nas relações empresariais dentro da sua sociedade e ao crescente movimento de fomento ao empreendedorismo no mundo, a regulamentação desta figura nos moldes estabelecidos pela Lei Complementar n. 155/2016 não surtiu os efeitos desejados, de modo que pode-se afirmar que esta Lei não atingiu a eficácia social almejada inicialmente.

---

<sup>3</sup> Idem, Loc. 1587 of 5111.

Uma das razões para tanto, ora antecipadas e as quais serão melhor desenvolvidas em seguida, reside no fato de que a condição de investidor-anjo (assim como a figura das *startups*) não depende necessariamente da criação de uma forma jurídica ou fixação de um novo instituto estanque e que delimite o tema. Tanto uma quanto outra figura consistem em formas de investidores e pessoas (físicas ou jurídicas) atuarem. Desse modo, a depender do interesse e peculiaridade do caso concreto, deve-se optar por salvaguardar as relações entre investidor-anjo e investida por meio da adoção de modelos de dívida ou *equity*. De igual modo, para o regular desenvolvimento de uma *startup*, o tipo societário escolhido dependerá também das atividades exercidas e da relação de poderes e interesses entre seus sócios e os objetivos da sociedade.

Dessa forma, em termos jurídicos, a relação entre investidor-anjo e *startup*, regrageral, e regida pelo denominado contrato de investidor-anjo. Este contrato, muito embora atípico, pode assumir, em verdade, características de diversos outros contratos já existentes no ordenamento jurídico brasileiro.

Independente das variações na relação entre direitos e obrigações atribuídos às partes por meio desse contrato de investidor-anjo, certo é que, neste ajuste, este tipo de investidor assume a feição de credor da sociedade investida por uma das formas a seguir indicadas: (i) ou o investidor-anjo decide por aportar recursos em um empreendimento sem adquirir, com isso, participação societária imediata da pessoa jurídica investida (por meio do empréstimo - mútuo conversível - ou opção de compra, por exemplo); (ii) ou este investidor possui interesse imediato em ser sócio da investida, de modo que pode imediatamente optar por ingressar como sócio da *startup*. Não existem quaisquer vedações legais para tanto, apenas a análise de qual estrutura melhor comportaria os interesses da *startup*, do investidor-anjo e dos empreendedores fundadores do negócio.

Atualmente, no entanto, foi criada a figura do contrato de participação pela Lei Complementar 155/2016, que pode ser entendido como uma figura híbrida criada pela legislação brasileira, tendo em vista que o investidor ora se assemelha a um efetivo sócio, ora se assemelha a um mero credor de terceiros, conforme sera discorrido e criticado adiante no presente trabalho.

No entanto, conforme defendido neste trabalho e justificado adiante, as figuras contratuais e societárias acima mencionadas, cada uma por suas razões específicas, não contemplam e resguardam, na sua totalidade e efetivamente, a

maioria dos interesses dos participantes envolvidos no contexto de captação/obtenção de investimentos em *startups* (investidor-anjo, empreendedor/*founder* e a própria *startup*).

### **2.3 Formas de contratação de investimentos em startups no Brasil.**

Conforme já mencionada, o investidor-anjo consiste em uma categoria de sujeito disposto a realizar investimentos, de modo que não há obrigatoriedade dele se revestir em uma determinada feição jurídica. Variadas, portanto, são as operações de investimento que podem ser titularizadas pelo investidor-anjo, no entanto, muitas delas não conferem a segurança jurídica necessária ou conseguem equalizar os interesses das partes envolvidas neste tipo de contratação. Senão vejamos.

A simples celebração de contrato de empréstimo não se mostra como uma alternativa segura para o investidor-anjo, na medida em que a *startup*, pelas suas próprias características (baixo capital inicial e baixa necessidade de investimentos ativos imobilizados), não possuem patrimônio suficiente para dar em garantia a dívida contraída. Não haveria, portanto, que se falar em garantias reais a serem conferidas pela *startup*.

Por outro lado, a instituição de fiança ou aval, nos termos dos arts. 818 e seguintes do Código Civil/2002 também não seria aplicável ao contexto ora tratado, na medida em que, como já observado, o investidor-anjo surge no contexto das *startups* exatamente no momento em que os empreendedores fundadores desses empreendimentos não mais possuem recursos próprios ou de familiares ou amigos para impulsionar o estágio inicial de desenvolvimento do negócio. Eventuais garantias pessoais conferidas pelos sócios originais do empreendimento, portanto, seriam vazias, haja vista a baixa probabilidade de satisfação de eventual débito inadimplido pela *startup* por seus criadores. Adicione-se que, a situação comum de inadimplemento de dívidas pelas *startups* (caso seus fundadores hajam de boa-fé), seria o insucesso do empreendimento. Desse modo, esta seria mais uma evidência que os seus fundadores não estariam providos de recursos para sanear eventuais pendências da *startup*, haja vista que todo o seu capital investido anteriormente não

retornou acrescido de ganhos oriundos de lucros ou dividendos distribuídos pela *startup*.

Assim, passou a ser difundido no ambiente das *startups* uma modalidade de financiamento já aplicável no desenvolvimento de outros tipos de empreendimentos: o mútuo conversível. Apesar de, a primeira vista, a nomenclatura ‘mútuo conversível’ não parecer técnica, já que o caracteriza o contrato de mútuo é exatamente a necessidade que o pagamento da dívida pelo devedor ocorra, necessariamente, por meio da entrega do bem de mesma espécie ao credor (coisa fungível, a qual, no caso do mútuo ora analisado, seria dinheiro) (art. 586, CC/02). Com isso, imaginar mútuo de dinheiro conversível em qualquer outro ativo que não seja espécie, poderia gerar a confusão de que o adimplemento da obrigação não foi corretamente realizado pelo devedor, atraindo a máxima do Direito que ‘quem paga mal, paga duas vezes’, já que poderia ser considerado não ter havido realmente o adimplemento da operação.

No entanto, o mútuo conversível adotado para o financiamento de *startups* consiste exatamente no estabelecimento de que determinada quantia em espécie será emprestada pelo mutuante (investidor-anjo) ao mutuário (*startup*), por prazo certo e submetida ao pagamento de juros remuneratórios, sendo que, uma vez decorrido certo prazo ou diante da ocorrência de certos eventos previstos contratualmente, a dívida poderá ser convertida em participação societária (natureza diversa).

Ressalte-se aqui que há realmente uma alteração na forma comum de adimplemento dos contratos de mútuo. Isto porque, neste caso de mútuo conversível, é possível que o investidor indique seu interesse em converter seu crédito perante a *startup*, caso verifique que o empreendimento está se desenvolvendo e será vantajoso converter sua dívida em participação, de modo que ele poderá aproveitar os ganhos decorrentes desta escalada vertical.

Por outro lado, pode ser interessante à *startup* acionar o mecanismo de conversão da dívida em *equity*, caso verifique uma tendência ao insucesso no empreendimento, de modo a atrair o investidor-anjo ao risco do negócio. Conferindo participação societária não haveria que dispor de quantia em espécie que o empreendedor ver que não disporá à época do vencimento da obrigação.

Percebe-se, portanto, que o mútuo conversível, apesar de possuir alguma aplicabilidade no âmbito do financiamento em *startups*, guarda em si alguns

interesses contrapostos das partes envolvidas que não são devidamente equalizadas por esta figura. Ademais, ainda existem questões concernentes ao montante de participação societária que deveria ser conferida ao investidor-anjo no momento da conversão da sua dívida em *equity*, haja vista que os modelos tradicionais de *valuation* (em especial, o ajuste a valor presente) não contemplam adequadamente a realidade da *startup*, haja vista que o grande motivador do investimento em empresas neste estágio de crescimento não é os atuais ativos e ganhos recorrentes já auferidos por esta pessoa jurídica, mas, quase que exclusivamente, a expectativa de rentabilidade futura deste empreendimento. Desse modo, a adoção de critérios padrões de avaliação de empresas poderá, de fato, causar enriquecimento demasiado de uma das partes no processo de ingresso do investidor-anjo no capital social da *startup*.

Por fim, ressalte-se que a nomenclatura ‘contrato de mútuo’ ora analisada se refere tanto ao contrato de mútuo conversível *stricto sensu*, utilizado por *startups* que adotam a sociedade limitada como tipo societário quanto as debêntures conversíveis.

Debênture consiste em um título de dívida que gera um direito de crédito ao investidor, isto é, o direito de receber uma remuneração do emissor (taxa de juros prefixada, remuneração calculada à taxa fixa- Taxa Referencial (TR) ou Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) – ou taxas flutuantes), periodicamente ou quando houver o vencimento do título. Dentre as vantagens das debêntures, é possível destacar exatamente a flexibilidade inerente à este título (o que não ocorre originalmente com o contrato de mútuo, conforme ressaltado acima), o que viabiliza a emissora estrutura operações de médio ou longo prazos de acordo com as suas necessidades de recursos, além de permitir o estabelecimento de diferentes características em termos de garantia, conversibilidade em ações, remuneração, repactuação ou mesmo alteração de suas características por meio de mútuo acordo entre os acionistas da companhia emissora e debenturistas.

Ressalte-se que as debêntures conversíveis são comumente utilizadas por sociedades anônimas haja vista que apenas as sociedades anônimas podem emitir tais e ajustar a sua conversibilidade em ações, diante da existência desta figura jurídica apenas na Lei que trata sobre este tipo societário. A emissão de debêntures por sociedades limitadas é aventada pela doutrina, haja vista a possibilidade de aplicação subsidiária da Lei das Sociedades Anônimas às limitadas, caso haja



expressa previsão no contrato social da pessoa jurídica constituída sob a forma de sociedades por quotas de responsabilidade limitada. No entanto, a aplicabilidade deste instituto às limitadas ainda é bastante controversa, especialmente perante Juntas Comerciais fora do eixo Rio-São Paulo, razão pela qual, por conferir maior segurança jurídica ao investidor, opta-se pela limitação do uso deste instituto às sociedades anônimas regularmente constituídas.

O mútuo conversível, de igual modo, não se confunde com outra figura largamente utilizada para regulação da relação entre investidor-anjo e *startup*, qual seja, a opção de compra. Opção de compra consiste, conforme autores citador por Felipe Iglesias:

(...) as lições de O. GOMES, de que a opção consiste em contrato mediante o qual se confere a uma das partes a faculdade de criar por iniciativa própria uma relação obrigacional já definida em seus pontos essenciais. Aqui fica patente, na visão de O. GOMES, o caráter contratual da opção.

S. RODRIGUES conceitua a opção como sendo promessa unilateral de venda em que uma pessoa se obriga a vender algum bem a outra, dentro de um prazo e por determinado preço se o beneficiário o quiser, sendo certo que apenas o promitente vendedor se obriga, o que marca a unilateralidade do ato jurídico.

E. ESPÍNOLA, na mesma linha, filiando-se ao direito francês, também tratando apenas das opções de compra ou venda, define-as como sendo aqueles negócios em que uma das partes se obriga a vender ou comprar alguma coisa, por um preço certo, sem que a outra assuma, desde logo, o compromisso de compra-la ou vende-la.

Também se faz importante a menção da definição dada por L. G. LEÃES, o qual descreve a opção – apenas tendo como negócio subjacente a compra e venda – como sendo um contrato definitivo semicompleto que tem de conter todos os elementos necessários ao negócio principal.

No entender de D.BESSONE, as opções são aquelas figuras contratuais em que uma das partes propõe à outra aguardar a sua deliberação sobre a compra (ou não) do imóvel, até o fim do prazo estabelecido (ou sem fixação de prazo), restando a outra parte livre para, dentro do mesmo prazo, prometer contratar (ou não).

Ao comentar sobre a opção (sobretudo bursátil), V. FRANCO qualifica como sendo negócio jurídico bilateral que dá direito à aquisição de um determinado produto (financeiro), por um preço preestabelecido, dentro de um prazo de uma data prefixada.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> IGLESIAS, Felipe Campana Padin. Opção de Compra ou Venda de Ações no Direito Brasileiro: Natureza Jurídica e Tutela Executiva Judicial. Tese (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, p. 68 – 69, 2011.

Por meio desse contrato, portanto, o investidor-anjo pagaria a *startup* um valor para ter o direito a adquirir participação societária no futuro, caso haja interesse do investidor em efetivamente ingressar no capital social da *startup* e, por meio dos ganhos auferidos com a distribuição dos lucros dessa pessoa jurídica, realizar o investimento inicial relativo à celebração do contrato de opção de compra com a *startup*. Para ser configurada a possibilidade de efetivo ingresso do empreendedor na *startup*, o titular do direito deve exercê-lo apenas no caso de serem cumpridas condições previamente fixadas no mencionado contrato.

Apesar da semelhança consistente em impedir que o investidor assuma logo de início o risco do negócio, já que em ambos os contratos, inicialmente, o investidor-anjo é credor de obrigação de dar perante a *startup* (dinheiro ou participação societária, no caso do mútuo e apenas o direito de exercer a opção de compra, no caso da segunda opção ora tratada), a figura do mútuo e da opção de compra não se confundem.

Por outro lado, a imediata entrada do investidor-anjo como efetivo sócio da *startup* não se mostra como uma alternativa interessante. Sob o ponto de vista do investidor-anjo, o imediato ingresso no quadro societário de uma pessoa jurídica cujas atividades e grau de desenvolvimento comportam um elevado grau de risco quanto ao retorno do investimento feito no negócio, não é um fator que estimula este investidor a realizar este tipo de investimento. Além do risco de perda do valor investido pela desvalorização da própria participação societária, na condição de sócio da *startup*, o investidor já se expõe de modo imediato aos riscos de solvabilidade desta pessoa jurídica perante terceiro, de modo que, em eventual hipótese de inadimplemento das obrigações detidas pela *startup*, esta obrigação poderia ser redirecionada aos seus sócios, que responderiam integralmente pela dívida e não apenas na proporção do seu capital social.

Poderia se dizer que o fato de uma pessoa jurídica incorrer em prejuízos e ter obrigações inadimplidas perante terceiros por conta do insucesso do negócio deveria apenas ensejar que os seus sócios respondessem pelos débitos no montante do capital por eles investido, nos termos do art. 1.052, CC/02. Seria esta, afinal, uma das funções do capital social e, adicionalmente, a limitação de responsabilidade inerente as sociedades empresárias seria um dos fundamentos para que pessoas físicas interessadas em desenvolver determinado empreendimento optassem pela constituição de pessoas jurídicas.

Ocorre que, diante da insegurança jurídica verificada pela análise da jurisprudência dos tribunais, seja no âmbito trabalhista, tributário, cível e ambiental, o que se observa são decisões desconsiderando a personalidade jurídica das empresas devedoras sem que sejam efetivamente evidenciados os fundamentos ensejadores da aplicação das regras constantes nos artigos 50, CC/02; 134 e 135, CTN, dentre outros dispositivos legais esparsos previstos na legislação específica que determinam a responsabilidade pessoal ou solidária dos sócios participantes no capital social da pessoa jurídica em dívida.

Ainda sob a ótica do investidor-anjo, ingressar imediatamente como sócio de uma pessoa jurídica em que, pelo próprio estágio inicial de desenvolvimento do negócio, ainda não lhe é permitido um amplo acesso às informações inerentes ao empreendimento, lhe traria ainda mais insegurança quanto aos desdobramentos legais e eventuais prejuízos a serem arcados por ele diretamente.

Por outro lado, para o empreendedor (com algum reflexo para o investidor-anjo), aceitar o ingresso do novo sócio poderia lhe levar a uma substancialmente diluição na sua participação societária, haja vista que o investidor-anjo poderia aportar um montante de capital totalmente desproporcional com o histórico de investimentos realizados diretamente pelo empreendedor na *startup*.

Caso não fosse optado o caminho da diluição da sua participação societária, outra consequência não desejada seria a obrigatoriedade do empreendedor ter que acompanhar o investidor-anjo nos aumentos de capital social por ele realizados. Ocorre que, considerando que a própria razão de existir o investidor-anjo é exatamente o fato de que o empreendedor não dispõe de mais recursos disponíveis para investir no seu negócio, obrigá-lo a acompanhar o investidor-anjo nesses aportes seria praticamente inviável.

Caso fosse acordada a possibilidade de subscrição do capital social pelo empreendedor e integralização futura, por meio da capitalização dos lucros que seriam distribuídos em favor do empreendedor em caso de sucesso da *startup*, isso poderia gerar uma enorme `carência` no efetivo ganho de lucros pelo empreendedor, situação esta que poderia também desestimulá-lo.

Ressalte-se, por oportuno, que como o sucesso de uma *startup* depende em grande medida do talento e energia desprendida pelo empreendedor, haja vista que e ele quem detém o amplo conhecimento do negócio e capacidade de desenvolver de forma multidisciplinar as mais diversas atividades demandadas na *startup*, não é

interessante que ele seja 'sufocado' financeiramente, pois isto pode determinar sua desmotivação e, por consequência, refletir negativamente na *startup*.

Além disso, o imediato ingresso do investidor-anjo como sócio da *startup* pode gerar um prematuro compartilhamento de poderes societários entre os sócios da *startup* e, com isso, eventualmente provocar um 'engessamento' das atividades do empreendedor. Isso também não seria bem-vindo haja vista que, em linha com o afirmado acima, poderia mitigar a livre iniciativa e caráter inovador do empreendedor e refletir negativamente no sucesso desejado do empreendimento.

Diante desse contexto de tentativas e erros em relação a qual modelo contratual e societário ser utilizado para viabilizar o investimento em *startups* por investidores-anjo, o legislador entendeu por bem interferir nesse cenário e, com o intuito de incentivar e mitigar algumas desvantagens existentes na adoção dos modelos acima definidos, buscou unir em uma única figura características inerentes aos ajustes societários e contratuais. Nesse contexto, foi regulamentada a figura do investidor-anjo no Brasil e criado o chamado contrato de participação, nos moldes previstos na Lei Complementar 155/2016, que veio a incluir nova redação a Lei Complementar 123/2006, conforme será visto no tópico adiante.

Preliminarmente, no entanto, apenas à título de ressalva, é importante destacar que esta Lei não limita a forma de atuação do investidor-anjo, isto é, ela não determina que, a partir da sua vigência, a única forma possível do investidor-anjo realizar investimentos em *startups* seja por meio da celebração do agora típico contrato de participação. Pelo contrário, esta Lei confere mais uma possibilidade para fomento a este tipo de investimento, dando alternativas para o o investidor-anjo, o empreendedor e a *startup* investida verifiquem, diante do caso concreto, qual o formato societário e/ou contratual mais adequado para atender as demandas específicas do negócio em desenvolvimento.

Esse, inclusive, é um dos méritos da referida Lei. Considerando que ela está inserida em um contexto de livre economia e objetiva regular relações de direito privado, a eventual tentativa de limitação da atividade empresarial por meio da imposição da necessidade de adoção de uma determinada estrutura jurídica, com certeza, teria o efeito reverso desejado inicialmente pela Lei. No entanto, conforme será evidenciado a seguir, as disposições trazidas por esta Lei possui algumas inconsistências, as quais serão criticadas a seguir.

## **2.4 O Contrato de Participação previsto na Lei Complementar 155/2016.**

Em 27 de outubro de 2016, foi publicada a Lei Complementar n.155, cujo escopo foi alterar a Lei Complementar n. 123/2006 para, dentre outras questões, incluir os artigos 61-A a 61-D nesta última Lei.

A Lei Complementar 123/2006, como amplamente sabido, foi editada com o objetivo principal de conferir um tratamento tributário simplificado e menos oneroso às micro e pequenas empresas, em uma tentativa governamental de trazer mais empreendimentos à formalização, assim como incentivá-los por meio de redução dos entraves burocráticos e financeiros inerentes ao sistema tributário brasileiro. Esta Lei Complementar, portanto, é um marco governamental que exterioriza, com bastante clareza e certa eficácia, o ímpeto dos Poderes Executivo e Legislativo pátrios em fomentar a multiplicação e desenvolvimento de pequenos negócios, os quais, conforme diversos estudos setoriais, representam uma grande parcela da economia nacional.

Na Lei Complementar n. 123/2006, esses objetivos foram buscados por meio da conferência de tratamento diferenciado e favorecido a ser dispensado às microempresas e empresas de pequeno porte no âmbito dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, especialmente no que se refere:

(i) à apuração e recolhimento dos impostos e contribuições da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, mediante regime único de arrecadação, inclusive obrigações acessórias;

(ii) ao cumprimento de obrigações trabalhistas e previdenciárias, inclusive obrigações acessórias;

(iii) ao acesso a crédito e ao mercado, inclusive quanto à preferência nas aquisições de bens e serviços pelos Poderes Públicos, à tecnologia, ao associativismo e às regras de inclusão;

(iv) ao cadastro nacional único de contribuintes a que se refere o inciso IV do parágrafo único do art. 146, in fine, da Constituição Federal.

Os destinatários dessa norma seriam as empresas de menor porte, as quais estão designadas no artigo 3º desta Lei:

Para efeitos desta Lei Complementar, consideram-se microempresas ou empresas de pequeno porte, a sociedade

empresária, a sociedade simples, a empresa individual de responsabilidade limitada e o empresário a que se refere o art. 966 da Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), devidamente registrados no Registro de Empresas Mercantis ou no Registro Civil de Pessoas Jurídicas, conforme o caso, desde que:

I - no caso da microempresa, aufera, em cada ano-calendário, receita bruta igual ou inferior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais); e

II – no caso de empresa de pequeno porte, aufera, em cada ano-calendário, receita bruta superior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais) e igual ou inferior a R\$ 4.800.000,00 (quatro milhões e oitocentos mil reais).

§1º Considera-se receita bruta, para fins do disposto no caput deste artigo, o produto da venda de bens e serviços nas operações de conta própria, o preço dos serviços prestados e o resultado nas operações em conta alheia, não incluídas as vendas canceladas e os descontos incondicionais concedidos.

No contexto dessa Lei Complementar, portanto, nada mais coerente do que o estabelecimento de regras que permitissem o incentivo à inovação pelas microempresas e empresas de pequeno porte. Por esta razão, a Lei Complementar n. 155, de 27 de outubro de 2016, veio alterar a Lei Complementar 123/2006, de modo a incluir dispositivos legais que viabilizassem tanto o acesso ao créditos por empresas em estágios iniciais de crescimento (art. 61-A a 61-D) quanto o apoio à inovação por meio da manutenção de agências de fomento, instituições científicas e tecnológicas, núcleos de inovação tecnológica, instituições de apoio e instrumentos de apoio tecnológico para informação.

Por agências de fomento, tem-se que são órgãos ou instituições de natureza pública ou privada que tenha entre seus objetivos o financiamento de ações que visem a estimular e promover o desenvolvimento da ciência, tecnologia e informação. Instituições Científicas e Tecnológicas (ICT), por sua vez, são órgãos ou entidades da administração pública que tenha por missão institucional, dentre outras, executar atividades de pesquisa básica ou aplicada, de caráter científico ou tecnológico. Instituições de apoio seriam aquelas criadas com amparo da Lei 8.958/1984, com finalidade de dar apoio a projetos de pesquisa, ensino e extensão e de desenvolvimento institucional, científico e tecnológico.

Para fins do presente trabalho, no entanto, é imprescindível focar todas as atenções às disposições trazidas por essa Lei Complementar 155/2016, no que diz respeito ao crédito e capitalização das microempresas e empresas de pequeno porte.

É cediço que a Lei Complementar 123/2006, já trazia algumas disposições buscando incrementar o acesso de empresas de menor porte à fontes de financiamentos mais facilitadas, seja via mercado de crédito ou de capitais. Tais disposições foram criadas exatamente porque, dada a menor estrutura das microempresas e empresas de pequeno porte, seria inviável imputar-lhe a necessidade de cumprir inúmeras obrigações e regras normalmente exigidas para a concessão de crédito por instituições financeiras ou o cumprimento exaustivo das regras exigidas pela Comissão de Valores Mobiliários, para fins de acesso ao mercado de capitais. Muitas dessas disposições, inclusive, poderiam ser simplesmente não aplicáveis às microempresas e empresas de pequeno porte, dado o seu menor tamanho e nível de complexidade de suas atividades.

Nesse contexto, o art. 58 da Lei Complementar 123/2006, já dispunha acerca da necessidade dos “bancos comerciais públicos e os bancos múltiplos públicos com carteira comercial, a Caixa Econômica Federal, e a Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES” manter “linhas de crédito específicas para as microempresas e empresas de pequeno porte”.

Ocorre que, dada as características já mencionadas a respeito das *startups*, em especial o elevado grau de risco e a prevalência pela realização de ajustes negociais de forma menos burocrática possível, mesmo havendo o incentivo à criação de linhas alternativas de créditos e acesso ao mercado de capitais pelas instituições financeiras públicas nacionais e pela Comissão de Valores Mobiliários, ainda assim há um grande obstáculo a ser superado pelas *startups* quando se fala em acesso ao mercado de crédito.

Isto foi bem observado por Eric Nybo:

De fato, é muito importante a figura do investidor para a startup, que normalmente tem seu início com custos fortemente controlados e altamente dependentes de capital de terceiros. O risco inerente a esse tipo de empresa torna mais difícil a obtenção de capital pelas vias tradicionais, como financiamentos bancários, por exemplo. Surgem então várias modalidades de investimento particularmente diferenciadas para atender a essas empresas, tais como fundos de private equity e venture capital (Rebelo; 2013), equity crowdfunding (Lombardi, Trequattrini; Russo, 2016) e os investidores-anjo (Freear; Sohl; Wetzel, 2002; Rose, 2014; Garrido; Coelho, 2016).<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Ibid. Loc. 1587 of 5111.

Por esta razão, foram desenvolvidas outras formas de captação de recursos com vistas a serem mais compatíveis com estas figuras empresariais, conforme mencionado no capítulo anterior deste trabalho, sendo que a Lei Complementar 155/2016, entendeu por bem contemplar uma dessas figuras, qual seja, o investidor-anjo, como alternativa para fomentar tais empreendimentos.

Desse modo, o artigo 61-A da Lei Complementar 123/2006 veio dispor acerca da possibilidade de aporte de capital, que teria por objetivo incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos realizados por microempresas e empresas de pequeno porte.

Art. 61-A. Para incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos, a sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos desta Lei Complementar, poderá admitir o aporte de capital, que não integrará o capital social da empresa.

Pela redação do art. 61-A, *caput*, verifica-se que este capital investido não teria a natureza de capital social, isto é, este valor não deve ser considerado como contrapartida do titular, sócios ou acionistas do empreendimento, para início ou manutenção dos negócios. Com isso, já é possível extrair o primeiro entendimento acerca deste investimento previsto na Lei Complementar 123/2006: trata-se de montante que não possui qualquer relação com o capital social, de modo que o investidor, pessoa interessada em aportar capital na *startup*, por consequência, não viria a possuir o *status* de sócio da pessoa jurídica investida.

Tanto é assim que, não apenas o capital investido não se reveste da natureza de capital social, como que a atividade constitutiva do objeto social da microempresa ou empresa de pequeno porte deverá ser realizada unicamente por seus sócios regulares, em nome da sociedade e sob responsabilidade exclusiva da sociedade. Neste ponto, importa mencionar ser este o entendimento exarada no presente trabalho. Isto porque, pela leitura do art. 61-A, §3º, é possível que hajam interpretações distintas sobre a redação deste dispositivo legal, senão vejamos:

Art. 61-A (...)

§3º A atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente por sócios regulares, em seu nome individual e sob sua exclusiva responsabilidade.

Analisando brevemente este dispositivo, seria possível concluir (erroneamente), que as atividades econômicas constantes no objeto social da microempresa ou empresa de pequeno porte investida pelo “investidor-anjo” seriam agora realizadas diretamente pelos seus sócios regulares, em nome individual, por



sua conta e risco e assunção ilimitada de todas as responsabilidades inerentes aos exercício de atividades empresariais. Isso poderia ocorrer para garantir ao investidor-anjo a máxima proteção e segurança possível acerca das atividades exercidas pelas microempresas e empresas de pequeno porte, haja vista que, os sócios dessas pessoas jurídicas iriam exercer diretamente suas atividades, respondendo ilimitadamente por eventuais prejuízos e obrigações perante terceiros.

No entanto, ainda à título de ressalva, importa observar que a instituição da figura do investidor-anjo pela legislação brasileira, tampouco a criação do mencionado contrato de participação, teria o condão de alterar aspectos básicos conferidos às pessoas jurídicas regularmente constituídas no Brasil, em especial, a limitação da responsabilidade por prejuízos e obrigações perante terceiros ao montante dos ativos detidos pela pessoa jurídica constituídas e ao capital investido pelos seus sócios.

O exercício das atividades em nome da pessoa jurídica (e não diretamente pelos seus sócios), por meio dos seus administradores, colaboradores e da utilização da marca e *know-how* detido pela própria pessoa jurídica é um dos elementos que a coloca em destaque da figura individual de cada um dos seus sócios. Isto quer dizer que uma pessoa jurídica não é apenas o resultado aritmético dos esforços de dois ou mais sujeitos, mas sim um novo ente mais abrangente, cujos resultados englobam exatamente um intangível construído por meio do somatório dos diversos fatores de produção e sinergias obtidas através do exercício da atividade por um conjunto de pessoas.

Por outro lado, a responsabilidade por passivos e obrigações pendentes em nome da pessoa jurídica, regra geral, é restrita ao montante dos ativos pertencentes à própria pessoa jurídicas, sendo esta uma característica inerente a todas as sociedades empresárias existentes no Direito brasileiro. Apenas em situações expressamente previstas em lei, tais como pela legislação consumerista, trabalhista, tributária, ambiental, cível, dentre outras, e observando os requisitos e peculiaridades conferidos por cada uma dessas legislações, seria possível se falar em desconsideração da personalidade jurídica dessas pessoas jurídicas, com o fim de ser afetado diretamente o patrimônio dos seus sócios para fins de sanar pendências de quaisquer natureza decorrentes em nome da pessoa jurídica. Este redirecionamento, apesar de ter suas características próprias definidas por legislações especiais, conforme mencionado, possui como regra geral a sua

possibilidade de aplicação apenas quando a pessoa jurídica tiver sido utilizada com o flagrante intuito fraudulento e abusivo.

Tome-se como exemplo o artigo 50, do Código Civil, o qual menciona que o abuso de personalidade jurídica é “caracterizado pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial” e terá como efeito que “certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares dos administradores ou sócios das pessoas jurídicas”.

Desse modo, apesar da certa imprecisão trazida pelo art. 61-A, §1º, da LC 123/2016, tem-se que as disposições relativas ao contrato de participação e investidor-anjo não ensejam qualquer alteração na forma de exercício das atividades nem na responsabilidade de terceiros decorrente do exercício de atividades pelas sociedades empresárias receptoras de investimentos dessa natureza, haja vista que tais disposições são regras gerais do Direito Empresarial, apenas podendo ser derogadas caso haja uma alteração específica na própria redação do Código Civil, na parte que trata sobre Direito de Empresa.

Ademais, caso seja argumentado que a LC 155/2016 seria lei especial e, portanto, teria o condão de derogar lei geral, mostra-se oportuno contra argumentar que esta não foi a real intenção do legislador especial, na medida em que, por meio da LC 155/2016, buscou-se conferir maior segurança jurídica ao investidor-anjo, empreendedores e *startup*.

Excluir a divisão de personalidade entre o empreendedor e a *startup*, além de desproteger totalmente o empreendedor, figura central no ecossistema das *startups* conforme já mencionado em tópicos anteriores, ainda não atribuiria qualquer vantagem ao investidor-anjo, na medida em que, para sua real proteção contra obrigações assumidas pela sociedade investida, bastaria que seu ajuste contratual estabelecido com esta não lhe pusesse na condição de sócio, conforme já previsto no art. 61-A, §4º, I.

Além disso, apenas por cautela, também seria válido que houvesse a disposição legal expressa acerca da exclusão de qualquer tipo de responsabilidade deste investidor por quaisquer obrigações da sociedade investida, o que também já ocorre, conforme art. 61-A, §4º:

§4º O investidor-anjo:

I – não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou voto na administração da empresa;

II – não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não se aplicando a ele o art. 50 da Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil;

Superada esta primeira crítica ao art. 61-A e seguintes da LC 123/2006, tem-se que, nos termos do art.61-A, §1º, ao invés do aporte do capital na *startup* pelo investidor lhe conferir a condição de sócio, lhe seria conferido a condição de contratante com a *startup* do denominado contrato de participação:

Art. 61-A (...)

§1º As finalidades de fomento a inovação e investimentos produtivos deverão constar do contrato de participação, com vigência não superior a sete anos.

A este contratante do denominado contrato de participação, a Lei Complementar em comento entendeu por bem denominá-lo exatamente de investidor-anjo.

Art. 61-A (...)

§2º O aporte de capital poderá ser realizado por pessoa física ou por pessoa jurídica, denominadas investidor-anjo.

Esta figura do investidor-anjo, em regra, consiste em investidor que não conta com uma estrutura robusta de investimento que o proteja com relação aos riscos dos negócios investidos. Por esta razão, conforme já evidenciado nos tópicos acima, apesar do interesse desse investidor em aportar recursos na *startup*, seu ingresso imediato como sócio não mostra-se como uma posição interessante para as partes envolvidas (*startup*, investidor-anjo e empreendedor).

Por esta razão, e visando conferir uma nova alternativa com vistas a destravar e garantir maior segurança jurídica a este tipo de investimento no Brasil, a Lei Complementar ora analisada dispôs que o investidor-anjo: (i) não será considerado sócio; (ii) não exercerá poderes de administração; (iii) não terá direito a voto na sociedade investida; (iv) não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive se a *startup* entrar em processo de recuperação judicial; (v) não suportará qualquer constrição do seu patrimônio particular na hipótese da *startup* possuir obrigações pendentes perante terceiros e for determinada judicialmente a sua desconsideração da personalidade jurídica.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Art. 61-A

§4º O investidor-anjo:

I – não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou voto na administração da empresa;

Percebe-se, portanto, que tais disposições tem o condão de afastar qualquer suposição que o investidor-anjo, contratante de contrato de participação, seja sócio ou venha a ser considerado sócio da *startup*. Apesar do direito brasileiro apenas conferir a condição de sócio para aquelas pessoas físicas ou jurídicas que tenham ingressado no Quadro de Sócios e Administradores – QSA da respectiva pessoa jurídica e que este movimento seja devidamente registrado na Junta Comercial da sede da pessoa jurídica, o intuito da Lei foi evitar que o investidor-anjo, neste caso, fosse considerado sócio de eventual sociedade de fato (cujos atos não estão devidamente arquivados e submetidos a análise pelo órgão de registro das sociedades mercantis).

Além disso, outra evidência de que a referida Lei quis excluir qualquer eventual efeito de sociedade para o ajuste contratual nela previsto, o art. 61-A, §5º, prevê que *‘para fins de enquadramento da sociedade como microempresa ou empresa de pequeno porte, os valores de capital aportado não são considerados receitas da sociedade’*. Portanto, o recebimento de aportes dessa natureza não impedirá que a *startup* permaneça enquadrada no Simples Nacional (art. 61-B).

O referido contrato de participação terá prazo de vigência limitado a sete anos, contados da data da sua assinatura. Seria, portanto, um investimento a ser realizado com prazo determinado, exatamente para contemplar o período médio de desenvolvimento de uma *startup*.

Dentro desse período, poderá ser determinada uma carência para que o investidor-anjo comece a receber as contraprestações pelo aporte realizado na *startup* e, por outro lado, o recebimento desta quantias deverão ocorrer no prazo máximo de cinco anos subsequentes a eventual carência definida no instrumento contratual<sup>7</sup>.

Ainda buscando conferir características não-societárias ao contrato de participação, o art. 61-A, §7º<sup>8</sup> estipula a possibilidade de do investidor-anjo exercer

---

II – não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não se aplicando a ele o art. 50 da Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil;

<sup>7</sup> Art. 61-A

§4º O investidor-anjo:

III – será remunerado por seus aportes, nos termos do contrato de participação, pelo prazo máximo de cinco anos.

<sup>8</sup> Art. 61-A: (...)

§7º O investidor-anjo somente poderá exercer o direito de resgate depois de decorridos, no mínimo, dois anos do aporte de capital ou prazo superior estabelecido no contrato de participação, e seus haveres serão pagos na forma do art. 1.031 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil, não podendo ultrapassar o valor investido devidamente corrigido.

direito de resgate, isto é, seria possível que, após decorridos dois anos da celebração do contrato de participação, o investidor-anjo tivesse interesse em reaver o valor investido, situação esta em que ele teria apenas o direito de ver devolvido seus recursos até o limite máximo do valor investido devidamente corrigido.

O direito de resgate ora previsto encontra paralelo em figuras criadas no âmbito do mercado bancário e de capitais, situações em que o investidor aplica seus recursos em determinado título de crédito e tem a possibilidade de reaver seu valor a partir de determinado momento, obedecendo as regras tarifárias fixadas pelas instituições financeiras e regulamentadas pelo Banco Central do Brasil – BACEN e Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

O distanciamento com o direito societário, neste ponto, é mais evidente, na medida em que participantes do capital social de sociedades empresárias apenas podem exercer seu direito de retirada, regra geral, levando consigo os fundos que somente lhe caberiam em casos de liquidação apenas em situações específicas definidas em Lei. No caso de sociedades limitadas, haveriam cinco hipóteses (arts. 1.077 e 1.114 do Código Civil): (i) Na modificação do contrato social, hipótese de amplo espectro, referindo-se a qualquer modificação do contrato social, em seus elementos essenciais; (ii) Na fusão da sociedade; (iii) Na incorporação de outra sociedade por ela; (iv) Na incorporação dela por outra sociedade; (v) Na transformação da sociedade, quando prevista anteriormente no contrato social; se não prevista e não havendo consentimento unânime, ocorrerá sua dissolução (art. 1.114). Não haveria, portanto, a possibilidade de saída, sem que houvesse a compra da participação por outros sócios, terceiros ou que fossem verificadas umas das situações previstas em Lei.

Por outro lado, o art. 61-A, §8º e 9º estabelece a possibilidade da cessão da posição de contratante do contrato de participação pelo investidor-anjo, caso hajam outros interessados em figurar nesta condição perante a *startup* investida. Esta transferência, no entanto, dependeria do consentimento dos sócios da *startup*, salvo estipulação contratual em contrário.

Neste ponto, é nítida a confusão entre conceitos e figuras do direito societário. É verdade que existe a possibilidade das partes contratantes

---

<sup>9</sup> Art. 61-A:

§8º O disposto no §7º deste artigo não impede a transferência da titularidade do aporte para terceiros.  
§9º A transferência da titularidade do aporte para terceiro alheio à sociedade dependerá do consentimento dos sócios, salvo estipulação contratual expressa em contrário.

condicionarem a cessão de posição contratual à *anuência* prévia da outra parte. No entanto, o art. 61-A, §9º, LC 155/2016, extrapola a regra contratual comum e estabelece que o investidor-anjo somente poderá transferir seu direito perante a *startup* a terceiros caso os sócios desta *startup* (e não a própria contratante do contrato de participação, isto é, a *startup*) concordem expressamente com esse movimento ou haja disposição contratual expressa em contrário.

Some-se a isso as disposições constantes no art. 61-C, desta Lei<sup>10</sup>, as quais preveem um *tag along* legal, na medida em que, caso os efetivos sócios da *startup* tenham interesse em vender participação societária da *startup*, será preciso que seja resguardado o direito de preferência prevista nesta Lei em favor do investidor-anjo, assim como que lhe seja concedido o direito de venda conjunta do seu ativo perante a *startup*, nas mesmas condições em que ofertadas aos `sócios regulares`. Diante dessa disposição, poderia se dizer que haveriam, portanto, `sócios irregulares`?

Pois bem. É justificável a ideia do legislador em querer garantir ao investidor-anjo que ele passe a figurar como efetivo sócio da *startup* tão logo sejam realizadas rodadas de investimentos por esta pessoa jurídica. Assim também é interessante que o investidor-anjo tenha condições de liquidar seu aporte, caso haja alguma alteração no quadro societário da *startup*, o que poderá tanto alterar significativamente a forma como a *startup* opera, quanto a própria cultura, política de atuação e atividade exercida pela pessoa jurídica.

Nessa linha, Eric Nybo menciona:

Portanto, é perceptível que o legislador objetivou oferecer maior segurança jurídica para o investidor-anjo para fomentar esse tipo de investimento em empresas consideradas ME ou EPP. Apesar disso, a Lei entrou na esfera de liberdade negocial das partes que desejam concretizar um investimento ao estabelecer prazos mínimos e valores de retorno, bem como introduzir uma cláusula obrigatória de *tag along* (art. 61-C, LC n. 123/2006) e direito de preferência. Além disso, inaugurou um instrumento novo para operacionalizar o investimento

---

<sup>10</sup> Art. 61-C. Caso os sócios decidam pela venda da empresa, o investidor-anjo terá direito de preferência na aquisição, bem como direito de venda conjunta da titularidade do aporte de capital, nos mesmos termos e condições que forem ofertada aos sócios regulares.

– o contrato de participação – que mistura conceitos de sociedade e investimento.<sup>11</sup>

No entanto, estabelecer em lei a obrigatoriedade de cumprimento de todas estas amarras e fixação de prazos específicos para realização desses investimentos, são amarras incompatíveis com o espírito da legislação que deve reger relações de direito privado, em especial, no contexto desburocratizado dos investimentos em empreendimentos inovadores e em estágios iniciais de empreendimento.

As mesmas críticas acima explicitadas podem ser conferidas ao art. 61-A, §6º, o qual dispõe que `ao final de cada período, o investidor-anjo fará jus à remuneração correspondente aos resultados distribuídos, conforme contrato participação, não superior a 50% (cinquenta por centos) dos lucros da sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte`.

Com isso, a opinião ora defendida é de que as limitações previstas na LC 155/2016 são amarras indesejadas, as quais poderiam apenas constar como sugestivas, possíveis de serem adotadas pelas partes contratantes. O caráter impositivo presente na legislação poderá, portanto, afastar eventuais investidores interessados em utilizar o modelo do contrato de investimento, por um ou outro dispositivo legal não ser interessante no caso concreto, não pelo instituto em si. As limitações temporais, negociais e financeiras impostas nesta Lei, portanto, são muito limitantes de um instituto (contrato de participação) que se propunha a atingir e fomentar o maior número possível de sujeitos inseridos no ambiente empreendedor.

## **2.5 Desdobramentos possíveis após o entendimento das características do Contrato de Participação – Conclusões parciais**

A vista das características acima evidenciadas relativas ao Contrato de Participação previsto na Lei Complementar 123/2006, importa responder as seguintes perguntas propostas inicialmente:

- (i) As disposições trazidas pela LC 155/2016 consistem, de fato, em inovações e novas resoluções trazidas ao direito brasileiro com fito de regulamentar a figura do investidor-anjo?

---

<sup>11</sup> Ibid. Loc. 2888 of 5111.

- (ii) Independente da resposta à pergunta anterior ser positiva ou negativa, trata-se de solução jurídica eficaz, refletindo uma boa prática voltada ao fomento da figura do investidor-anjo no país?

As alterações trazidas pela Lei Complementar consistem, em verdade, na criação de uma nova figura contratual típica, resultante da combinação de diversos institutos do direito societário (*tag along*, direito de preferência etc) e contratual (estabelecimento de relação contratual e não societária, limitação de responsabilidades dos contratantes em virtude da prática de atos pela contraparte etc), as quais, dadas as características inerentes a cada uma dessas áreas do Direito. Nessa medida, o Contrato de Participação seria inovador apenas na medida em que combinou estas figuras, mas não na criação de um instituto novo e autônomo em que fossem identificados efeitos jurídicos diametralmente diversos aos institutos já existentes no Direito brasileiro.

Apesar da tentativa de conferir maior segurança jurídica aos ecossistema empreendedor por meio da criação do contrato de participação, percebe-se que este contrato possui diversas limitações impostas pela sua própria Lei instituidora (prazo, retorno do investimento, direito de preferência, *tag along* legal etc) que o torna uma figura, de certa forma, burocrática. A legislação, portanto, pecou em não conferir a flexibilidade necessária à regulamentação das relações de direito privado. Desse modo, caso quaisquer das partes contratantes tenham alguma ressalva com relação a quaisquer das disposições previstas na LC 155/2016 (e não no instituto e formato jurídico em si), poderão optar por utilizar outras formas societárias mais flexíveis e abertas.

Diante dessas constatações, portanto, surge a necessidade de responder uma questão adicional, consistente em verificar se, em paralelo à recém-criada figura do investidor-anjo, existiriam outras amarras societárias já existentes na legislação em vigor e com potencial de equacionar os interesses dos sujeitos envolvidos na questão do investimento em *startups*.

Conforme entendimento ora defendido, existiriam sim amarras societárias e contratuais já existentes e amplamente utilizados no Brasil que contemplariam os diversos interesses envolvidos nas operações dessas natureza e que poderiam ser utilizados para viabilizar a figura do investidor-anjo. Isto poderia ocorrer especialmente por meio da utilização das sociedades em conta de participação, figura que será estudada adiante.



## **2.6 A Sociedade em Conta de Participação como instrumento a ser utilizado pelo investidor-anjo.**

Apesar da extrema aplicabilidade dessa forma jurídica aos negócios em geral, regra geral, a sociedade em conta de participação não é uma figura largamente conhecida nos meios empresariais. Nesse sentido, válida a ressalva feita por João Pedro Scazilli e Luiz Felipe Spinelli no sentido de que:

(..) poucas figuras jurídicas são tão importantes para o tráfego negocial e, ao mesmo tempo, tão incompreendidas quanto a sociedade em conta de participação (SCP). Não resta dúvida de que a SCP é um dos tipos societários mais pujantes, podendo-se supor que seja o tipo mais utilizado depois das sociedades limitadas, inclusive muito mais do que as sociedades anônimas e cooperativas.<sup>12</sup>

Superada esta ponderação, tem-se que a sociedade em conta de participação (SCP), atualmente regulada nos artigos 991 a 996 do CC/02, é um ajuste contratual por meio do qual uma ou mais pessoas fornecem recursos a um empreendedor, que os empregará em determinados negócios, para que, ao final do prazo estipulado ou término do empreendimento, as partes contratantes repartam os resultados auferidos.

A primeira vista, já se percebe que a SCP, pela sua própria natureza, comporta algumas das características constantes no recém-criado contrato de participação, quais sejam, a possibilidade de estabelecimento de relação contratual por prazo certo e determinado e vinculada com determinado objetivo/projeto específico. Não seria, portanto, o estabelecimento de relação entre duas ou mais pessoas para desenvolvimento de uma sociedade, cujas atividades que podem ser exercidas são as mais variadas e passíveis de serem alteradas sem necessariamente a alteração antecipada e previamente acordada pelos sócios. Na verdade, por meio da SCP é imprescindível que o objeto que justificou sua constituição seja devidamente desenvolvido, sob pena de descumprimento de disposição contratual e eventual quebra da relação previamente estabelecida pelas partes.

---

<sup>12</sup> ISCALZILLI, João Pedro. SPINELLI, Luis Felipe. Sociedade em Conta de Participação, São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 23.

A SCP, portanto, se operacionaliza por meio da celebração de um contrato particular, o qual não precisa cumprir qualquer formalidade legal<sup>13</sup>. Isto porque, a SCP não consiste em tipo societário, mas sim em ajuste contratual cujo interesse é resguardar os interesses exclusivos das partes contratantes<sup>14</sup>.

As principais características do contrato de SCP estão a seguir expostas:

(i) Partes Contratantes: As partes contratantes são denominadas sócio ostensivo e sócio participante. Por sócio ostensivo, entende-se ser a pessoa física ou jurídica que, além de aportar recursos no empreendimento, é responsável direto por realizar as atividades específicas da SCP, as quais estão previstas no objeto social do referido contrato de constituição. Por outro lado, estaria a figura do sócio participante, qual seja, aquele indivíduo que fornece recursos e os disponibiliza em favor da SCP com o objetivo de fruir resultados positivos no futuro.

(ii) Objeto Social: O objeto social constante no contrato de constituição da SCP, tal qual ocorre nos estatutos e contratos sociais, descreve as atividades que deverão ser exercidas pela SCP. Tais atividades são aquelas que determinam o motivo pelo qual a SCP foi constituída e o sócio participante demonstrou interesse em aportar seus recursos.

Nos termos do art. 991, CC/02, `na sociedade em conta de participação, a atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente pelo sócio ostensivo`, cabendo, portanto, ao sócio participante apenas fiscalizar os negócios sociais e aportar os recursos, conforme estabelecido no referido contrato de SCP.

(iii) Patrimônio: Consoante o art. 994, CC/02, a `contribuição do sócio participante constitui, com a do sócio ostensivo, patrimônio especial, objeto da conta de participação relativa aos negócios sociais`. Não há, portanto, que se falar em capital social da SCP, mas em fundo criado pelos contratantes para fazer frente aos investimentos necessários para consecução dos objetivos sociais constantes no contrato de constituição da SCP.

Em regra, a participação nos resultados positivos incorridos pela SCP serão partilhados entre os sócios na proporção do capital investido por cada um deles. No entanto, não há vedação legal para que as partes ajustem contratualmente previsão diversa, indicando a participação desproporcional nos resultados da SCP. Desse

---

<sup>13</sup> Art. 992. A constituição da sociedade em conta de participação independe de qualquer formalidade e pode provar-se por todos os meios de direito.

<sup>14</sup> Art. 993. O contrato social produz efeito somente entre os sócios, e a eventual inscrição de seu instrumento em qualquer registro não confere personalidade jurídica à sociedade.

modo, a contrapartida pelo investimento realizado na SCP poderá ser realizada da forma que melhor aprouver aos sócios.

(iv) Responsabilidade: Nos termos do art. 993, CC/02, o sócio ostensivo deverá exercer as atividades econômicas previstas no contrato de SCP `em seu nome individual e sob sua própria e exclusiva responsabilidade, participando os demais dos resultados correspondentes`. Com isso, tem-se que apenas um dos polos contratantes (sócio ostensivo) tem a obrigação contratual de desenvolver as atividades fixadas no contrato de SCP. O sócio ostensivo, portanto, é aquele que se mostrará ao mercado como desenvolvedor das atividades inerentes a SCP, razão pela qual, normalmente, o mercado reconhece a marca e os atributos a ela inerentes pertencentes ao sócio ostensivo.

O sócio ostensivo, desse modo, seria aquele que responderá perante terceiros, assumirá as obrigações por sua conta e risco e responderá ilimitadamente pelas eventuais dívidas existentes em nome da SCP em virtude do desenvolvimento das suas atividades regulares. Inclusive, nos termos do art. 993, parágrafo único, CC/02, `sem prejuízo do direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, o sócio participante não pode tomar parte nas relações do sócio ostensivo com terceiros, sob pena de responder solidariamente com este pelas obrigações em que intervier`.

(iv) Dissolução: Cumprido os objetivos estabelecidos no contrato de SCP, o contrato de SCP pode ser considerado extinto.

No entanto, caso haja falência do sócio ostensivo, a lei determina a dissolução da sociedade e a liquidação da respectiva conta, cujo saldo constituirá crédito quirografário. Por outro lado, falindo o sócio participante, o contrato social fica sujeito às normas que regulam os efeitos da falência nos contratos bilaterais do falido.

(v) Demais ajustes: Conforme previsto no art. 995, CC.2002, salvo estipulação em contrário, o sócio ostensivo não pode admitir novo sócio sem o consentimento expresso dos demais.

Além disso, nos termos do art. 996, CC.2002, deverão ser aplicados subsidiariamente a SCP, e no que com ela for compatível, o disposto para a sociedade simples, e a sua liquidação rege-se pelas normas relativas à prestação de contas, na forma da lei processual.

Pelas características ora expostas, é possível verificar que, sob diversos aspectos, a utilização da SCP para estabelecimento da relação entre investidor-anjo

e *startup* investida e a alternativa que melhor contempla os interesses dos sujeitos envolvidos neste tipo de negócio.

Primeiramente porque, considerando a forma jurídica prevista, percebe-se que, em linhas gerais, o contrato de SCP permite uma maior liberdade contratual entre as partes. O CC/02, de forma precisa, fixou requisitos e regras mínimas inerentes a SCP e garantiu a possibilidade dos particulares, de comum acordo, fixarem quaisquer disposições adicionais que entenderem válidas no caso concreto. Essa ampla liberdade de negociação garante a aplicabilidade da SCP nos mais variados empreendimentos, dentre os quais, é possível inserir o investimento realizado por investidor-anjo.

Além disso, a necessidade de fixação clara e precisa do objeto social, isto é, das atividades que serão exercidas pela SCP, garante ao investidor-anjo que não haverá um desvirtuamento das atividades pelas quais ele demonstrou interesse em investir. Caso haja qualquer descumprimento desses objetivos sem o correspondente ajuste entre as partes, seria possível considerar rescidindo o contrato de SCP.

No caso do contrato de participação previsto na LC 155/2016, não há essa possibilidade de vedação ou desestímulo ao desvirtuamento das atividades pelo empreendedor e *startup* investida. Considerando que, neste caso, o investidor-anjo não possui qualquer poder político societário, caberia aos representantes de maioria do capital social da *startup* definir a mudança das atividades desta pessoa jurídica.

Com relação ao capital investido, a utilização do contrato de SCP não submeterá as partes contratantes aos limitadores de remuneração, prazo de investimento, prazo de carência e demais vedações previstas na LC 155/2016, as quais interferem demasiadamente na liberdade de contratação dos particulares.

Por sua vez, a questão da limitação da responsabilidade do investidor-anjo está muito mais bem delimitada no contrato de SCP. Conforme já mencionado, o sócio participante não tem direito em interferir nas atividades exercidas diretamente pelo sócio ostensivo e, por consequência, não poderá ser responsabilizado, sob nenhum aspecto, por quaisquer obrigações assumidas em nome da SCP. Ademais, o contrato de SCP não pode ser oposto em face de credores de qualquer natureza, sendo que não há que se falar na possibilidade de confusão com relação à posição contratual assumida pelo sócio participante que venha a erroneamente culminar com

a sua responsabilização direta de dívidas decorrentes de atividades exercidas pela SCP, diretamente pelo seu sócio ostensivo.

Não ha aqui que se falar em desconsideração de personalidade jurídica, responsabilidade pessoal ou solidária do sócio participante, no caso, o investidor-anjo. Isto porque, as atividades inerentes a SCP serão exercidas diretamente pelo sócio ostensivo, em seu nome, por sua conta e risco. Qualquer obrigação decorrente do exercício dessas atividades recairá sobre a pessoas jurídica que a exerceu, no caso, o sócio ostensivo. Eventual desconsideração de personalidade jurídica ensejaria o atingimento do patrimônio pessoal dos participantes no capital social do sócio ostensivo e não o atingimento de patrimônio do sócio participante.

Além disso, mais uma vez por conta da liberdade contratual conferida pela legislação que trata da SCP, neste ajuste contratual é possível que as partes optem livremente por estabelecer regras adicionais que contemplem os interesses dos envolvidos no caso concreto posto a regulação por meio do contrato de SCP.

Por tudo quanto exposto, portanto, tem-se que a utilização da SCP como meio de estabelecimento da relação entre investidor-anjo e *startup* é a forma jurídica já existente no arcabouço legal brasileiro e extremamente eficaz no objetivo de conciliar os mais diversos interesses das partes envolvidas neste tipo de investimento (investidor-anjo, *startup* e empreendedor).

### 3 Conclusão

Em linha com uma tendência mundial, o empreendedorismo vem assumindo um importante papel como meio de desenvolvimento de negócios no Brasil, destacando-se, nesse cenário, as *startups*. Essa figura não se configura como uma categoria jurídica em si, mas como um conjunto de características de determinada pessoa jurídica, considerando seu estágio inicial de desenvolvimento, seu forte perfil inovador, prática do *bootstrapping*, existência de um serviço ou produto operacionalizado por meio de um denominado produto mínimo viável, necessidade de aporte de capital de terceiros para início das suas operações e seu forte componente tecnológico.

Diante dos características apresentadas em relação às *startups*, se extrai que as *startups* demandam formas específicas de captação de financiamento, diante do

elevado grau de risco do investimento a ser nela aportado, destacando-se, nesse contexto, a figura do investidor-anjo. Assim como as *startups*, os investimentos realizados por investidores-anjo não se revestem de um formato jurídico específico, afinal, o termo 'investidor-anjo' se refere à categoria de investidor, normalmente pessoa física, que tem interesse em investir em *startups*, tanto pelo aporte de capital neste empreendimento quanto pelo compartilhamento de *expertise* que contribuirão para o desenvolvimento deste negócio.

Desse modo, é possível que esses aportes sejam realizados nas *startups* por meio da captação de dívida (*debt*) ou efetivo ingresso do investidor-anjo no quadro societário da *startup* (*equity*). Para evitar uma exposição imediata ao risco do negócio (especialmente risco de desconsideração da personalidade jurídica da *startup* e consequente afetação direta e ilimitada do capital dos sócios), normalmente são utilizadas as figuras da mútuo conversível (mútuo *stricto sensu* e debêntures conversíveis) como mecanismo de viabilização desse investimento. No entanto, seja pela impossibilidade de conciliar os diversos interesses envolvidos, seja pela insegurança jurídica trazida, tal figura não se mostra a mais adequada no contexto de investimentos em *startups*.

Objetivando regulamentar e incentivar esse tipo de investimento, a Lei Complementar 155.2016 foi publicada, alterando a Lei Complementar 123.2006. Tal norma inseriu disposições no ordenamento jurídico brasileiro acerca do Contrato de Participação, contrato comercial, por meio do qual o investidor-anjo poderia realizar o investimento em *startups* limitados ao prazo de 7 anos, com 2 anos de carência para recebimento dos primeiros rendimentos decorrentes deste investimento e conferência dos seguintes direitos ao investidor-anjo: (i) possibilidade de venda conjunta, no caso de venda total ou parcial de participação societária pelos sócios da *startups*; (ii) estabelecimento do direito de preferência, no caso de venda de participação societária das *startups*; (iii) possibilidade de cessão da posição contratual pelo investidor-anjo a terceiro interessado; (iv) impossibilidade de enquadramento do investidor-anjo, caso adotado o Contrato de Participação, como sócio da *startup*, de modo que seria impedida qualquer possibilidade de responsabilização desse investidor por eventuais débitos inadimplidos pela *startup*.

De igual modo, no entanto, este modelo não se mostra tão atrativo às partes que desejam celebrar operações de investimento-anjo, haja vista que tais dispositivos legais ingressaram de forma demasiada na esfera de liberdade negocial

das partes contratantes, inserindo a obrigatoriedade de cláusulas neste Contrato de Participação que poderiam ser facultativas às partes, a depender das características encontradas no caso concreto, tais como, o *tag along* obrigatório, direito de preferência e prazo contratual.

Por conta disso, verificou-se que, em verdade, o Contrato de Participação trazido pela LC 155.2016 criou uma figura jurídica híbrida, que contempla disposições inerentes ao direito societário e contratual já existentes, causando, portanto, certo estranhamento e confusão aos aplicadores da norma e, por consequência, a indesejada insegurança jurídica. Ademais, pelos entraves acima expostos, inseridos como elementos obrigatórios do Contrato de Participação, tem-se que esta figura contratual não se mostra como a opção mais viável para a realização de investimento em *startups* no Brasil atualmente.

Em contrapartida, verifica-se que a Sociedade em Conta de Participação, espécie contratual já existente no ordenamento jurídico brasileiro, pode ser considerada como uma forma de estruturação do investimento-anjo que contemple harmoniosamente os interesses das partes envolvidas, assim como reflita efetivamente a forma como o investimento-anjo é realizado.

A ausência de formalidades para celebração do contrato de SCP (mero ajuste privado, sem necessidade de registros), a existência de uma parte que realmente é responsável pelo negócio (sócio ostensivo) em contrapartida à limitação de atuação de responsabilidades e poderes do sócio oculto, a facilidade de desfazimento do ajuste pela mera rescisão contratual e a ampla possibilidade de inserir cláusulas que melhor atendam aos interesses das partes, são elementos que evidenciam a adequação do uso da SCP como meio de viabilização deste tipo de investimento.

## 4 Referências

ARAÚJO, Leonardo Barros Corrêa de; ALMEIDA, Pedro Moura de. O investidor-anjo e a tributação de seus rendimentos. Disponível em <http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI264671,51045-O+investidoranjo+e+a+tributacao+de+seus+rendimentos>. Acesso em 12 de fevereiro de 2018, as 00:00hs.

BARBI FILHO, Celso. Acordo de acionistas. Belo Horizonte: Del Rey, 1993. 216 p.

BERTOLDI, Marcelo M. Acordo de acionistas. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006. 237 p. ISBN 8520329616 (broch.)

BORBA, José Eduardo Tavares. Direito Societário. – 15. ed. rev., atual. e ampl. – São Paulo: Atlas, 2017.

BOTREL, Sérgio (coord). Direito Societário: análise crítica. – São Paulo: Saraiva, 2012.

COELHO, Giulliano Tozzi; OLIVÉRIO, João Otávio Pinheiro; AZEVEDO, Júlio Cesar da R. Germano de; SILVA, Layon Lopes da; PACHECO, Leonardo Serra de Almeida; MORELI, Luiz Fernando Villa; GARRIDO, Luiz Gustavo; FLACH, Pedro. Direito das startups. [1. ed.]. Curitiba, PR: Juruá, 2016. 177 p. ISBN 9788536255804 (broch.).

CREUZ, Luís Rodolfo Cruz e. Acordo de quotistas: análise do instituto do acordo de acionistas previsto na lei nº 6.404/1976 e sua aplicabilidade nas sociedades limitadas à luz do novo código civil brasileira (lei nº 10.406/2002), com contribuições da teoria dos jogos. São Paulo: Thompson, 2007. 236 p. ISBN 8576478058 (broch.)



FALCÃO, João Pontual de Arruda. O direito brasileiro rege mas desconhece as startups. <http://livros-e-revistas.vlex.com.br/vid/direito-brasileiro-rege-desconhece-672223945>.

FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins Proença (coord). Direito Societário: tipos societários (Série GV Law). – São Paulo: Saraiva, 2009.

GALIZZI, Gustavo Oliva. Sociedade em conta de participação. Belo Horizonte: Mandamentos, 2008. 194 p. ISBN 9788576041696 (broch.)

IGLESIAS, Felipe Campana Padin. Opção de Compra ou Venda de Ações no Direito Brasileiro: Natureza Jurídica e Tutela Executiva Judicial. Tese (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, p. 68 – 69, 2011.

ISCALZILLI, João Pedro. SPINELLI, Luis Felipe. Sociedade em Conta de Participação, Sao Paulo: Quartier Latin, 2014.

LINS. Gabriel Lima. O investidor-anjo na LC 155/16. Disponível em <http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI262391,21048-O+novo+investidor+anjo+nas+Startups+a+partir+da+LC+15516+Parte+1>. Acesso em 15 de março de 2018, às 15:38hs.

NYBO, Erik Fontenele. As startups e a ascensão de uma nova matéria no Direito Disponível em: <http://consultor-juridico.vlex.com.br/vid/as-startups-ascensao-uma-677157737>. Acesso em 13 de fevereiro de 2018, as 01:30hs.

NYBO, Erick Fontenele; CAMARGO, André. Startups – O surgimento de um novo ramo do Direito? Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/o-surgimento-de-um-novo-ramo-do-direito-24042017>. Acesso em 19 de fevereiro de 2018, as 22:13hs.

OLIVEIRA, Fernanda Maria Leite. Acordo de Sócios – Cláusulas Essenciais. Monografia (LLM Direito Societário) – Instituto de Ensino e Pesquisa – Insper. São Paulo, 2015.

RAMIRES, Rogerio. A sociedade em conta de participação do direito brasileiro. 2. ed. São Paulo, SP: Almedina, 2013. 188 p. (Insper). ISBN 9788563182463 (broch.).

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (país). Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/LCP/Lcp155.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LCP/Lcp155.htm).

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (país). Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/CCivil\\_03/leis/LCP/Lcp123.htm](http://www.planalto.gov.br/CCivil_03/leis/LCP/Lcp123.htm).

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (país). Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2010. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/2002/l10406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/2002/l10406.htm).

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (país). Lei Complementar nº 5.172, de 25 de outubro de 1976. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/Ccivil\\_03/Leis/L5172.htm](http://www.planalto.gov.br/Ccivil_03/Leis/L5172.htm).

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (país). Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil nº 1719, de 19 de julho de 2017. Disponível em <http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=84618>.

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (país). Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/Ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/Ccivil_03/Leis/L6404consol.htm).

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (país). Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Ato2015-2018/2015/Lei/L13105.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Ato2015-2018/2015/Lei/L13105.htm).

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (país). Instrução Normativa nº 1.700, de 14 de março de 2017. Disponível em <http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?idAto=81268&visao=anotado>.

RETTO, Marcel Gomes Bragança. Sociedades limitadas. Barueri: Manole, 2007. 248 p. ISBN 9788520424728 (broch.).

TOMBI, Wagner Cordenonsi; e MORAES, Mário César Barreto. *Os estágios de crescimento de uma organização empreendedora e a busca pela independência institucional: um estudo de caso*. Disponível em: [http://abepro.org.br/biblioteca/ENEGEP2005\\_Enegep0305\\_0614.pdf](http://abepro.org.br/biblioteca/ENEGEP2005_Enegep0305_0614.pdf). Acesso em 25 de julho de 2018, as 08:55hs

YAMAGUCHI, Paulo Shigueru. Investidor-anjo, uma previsão legal introduzida pela LC 155/2016. Disponível em <https://www.conjur.com.br/2017-fev-27/investidor-anjo-previsao-legal-introduzida-lc-1552016>. Acesso em: 15 de março de 2018, às 14:33hs.